

## 証券市場の状況と監督管理の選択性執行 ——IPOの許可を例として

徐 徳信・章 鉄生  
(安徽工業大学)

要旨：証券法律体系が比較的完備になった情況下で、中国証券市場における執行の問題は学者らの注目を集めている。現実における証券法律執行は常に、法律執行者が異なる時期に、具体的な状況に応じて、選択的に異なる執行の強度を採ってきた。即ち、選択性執行である。本稿は2006～2008年の発行審査会議を通過して、発行許可を待つIPO申請をサンプルとして、証券監督管理における選択性執行に対して、実証研究を行ってみた。得られた結果は、CSRCがIPO許可を出す際に、その時の証券市場の状況を配慮して、証券市場が低迷状態にある場合、CSRCは許可の速度を遅らせると同時に、企業の所在地域の政治地位が高いほど、低迷段階にIPO許可の得られる速度が遅い。さらなる研究の結果、証券市場が低迷段階に入った場合、許可獲得が遅い会社ほど、IPO発行のPERが高い。他方、証券市場が繁栄段階に入った場合、許可獲得が早い会社ほど、IPO発行のPERが高いことが発見された。本研究は、移行期における中国政府の監督管理における選択性執行の状況と結果を理解するために、有益な視点を提供したと考える。

キーワード：選択性執行；許可制度；証券市場の状況；所在地域の政治地位

### 一 はじめに

La Porta 他 (LLSV, 1997, 1998) が法律と金融市場の発展、更に経済成長と関係づけてから、学界は法律及びその執行 (enforcement) が証券市場の発展における役割に対して、極めて大きな注目を与えてきた。Beck 他 (2005) は、法律体系の効率性が経済成長の各源泉 (例えば、企業の外部融資、資本配分の効率など) に対して、重要な影響があることを明らかにした。しかし経済体制移行の国々が先進国の法律や制度を移植した後の効果が良くない。重要な原因の1つは法律制度の執行が簡単に実現できるものではない。Pistor 他 (2000) の研究によれば、経済体制移行国において金融市場の発展を制約する主要因は法律執行の効率性の低さであるため、法律執行能力の向上が法律体系の改善よりも大きな実際の意義が有る。Pistor 他 (2003) の研究によれば、法律の完備が容易ではないため、あらゆる潜在的な侵害行為を精確に説明することができない。したがってより完備した法律を策定するよりも、余剰立法権と執行権を新たに分配した方が、法律執行の効率性を高めることができる。法律が非常に不完備な状況の下で、執行権を積極的に執行する監督管理 (regulation) 機構に与えることが、受動的に執行する裁判所よりも効果が良いかもしれない。特に、体制移行国にとって、行政監督管理は資本市場の発展の初期段階において効果的である (Pistor他, 2005)。

行政監督管理の段階有効性と直接関係するのは執行の選択性問題である。金融市場の発展と経済成長を促進するために、過去20年間に、中国は証券立法と執行の問題を重視し、長年の努力を経て比較的完全な成文した証券法律法規体系を形成した。しかしながら法律の現実執行において、法律執行者がしばしば時々の情勢に応じて、異なる執行の強度を採ってきた。即ち、選

択性執行 (Selective Enforcement) が見られた (戴治勇・楊曉維, 2006)。そのため、中国の一部学者が証券監督管理における選択性執行の現象に対して研究を行った。中国証券市場の特殊性から、初期の研究は主に執行の所有権差別に注目していた (楊曉維・趙娟, 2009; 陳冬華等, 2009)。また、選択性執行の情報コストの制約に注目した研究もある (Jiang他, 2009)。しかしこれらの研究は、証券市場の状況の影響を明確に論じなかった。事実上、証券市場の状況は選択性執行に対して直接に影響するだけでなく、選択性執行はまた、監督管理機関が時々証券市場の状況における行動の差異である。また、証券市場の状況は強い総合性があり、情報コストと所有権の差異など選択性執行の影響要因は全て、証券市場の状況を通じて現れ、時間の推移と共に影響を及ぼすはずである。本文は証券市場の状況と株式発行許可管理における選択性執行を研究する。即ち、証券市場の状況はIPO許可管理に対してどのような影響があるか。IPO許可速度は会社IPOのPERに影響するのか。

中国の資本市場はずっと厳しい規制を受けてきた。中国証券監督管理委員会 (以下、CSRC) は会社の株式発行の選考権を持ち、とりわけIPOの資格は規制の重点である。『CSRCの株式発行許可の手続き』(中国証監会股票發行核准程序)の規定によれば、株式発行の承認において4つのステップを含める。すなわち申請書類の受付、初審、発行審査委員会 (発審委) の審査、発行許可である。会社のIPO申請書類がCSRCに受理された後、CSRCの関係職能部門の初審を通過できれば、発審委の審査会議に上る。発審委の審査会議で通過すれば、CSRCの発行許可待ち状態に入り、CSRCの発行許可を得てからの6ヶ月内にIPOを行うことができる。

本文はCSRCの発行許可の管理段階における選択性執行の問題を考察する。CSRCの発行許可待ちの状態に入った会社は、既に発審委の実質審査を通過しており、そのため相対的に言えば、CSRCの発行許可管理対象の同質性は比較的に高い。執行過程において選択性が存在するかどうかは比較に明確である。これに対して、会社のIPO申請が受理されるか否か、CSRCの関係職能部門の初審および発審委の審査を通過できるか否かは、より複雑な要因の影響を受けられる。

本文は2006-2008年のIPO申請をサンプルとして、IPOの発行許可における選択性執行の問題を考察し、またIPOの発行許可の選択性執行が企業融資に与える影響をも考察した。まず、証券市場の異なる状況がIPO発行許可に対する影響を考察し結果、CSRCの発行許可は証券市場の状況を配慮することが確認できた。証券市場の低迷期での許可速度は明らかに証券市場の繁栄期での速度より低い。さらに、申請企業の所在地域の政治的地位が高いほど、証券市場の低迷期における発行許可の獲得速度は遅い。さらに、IPOの許可速度がIPO時のPERへの影響を分析した結果、証券市場の低迷期において許可の獲得速度が遅いほど、IPO時のPERが高い。他方、証券市場の繁栄期において許可の獲得速度が速いほど、IPO時のPERが高いことが発見された。

本文の貢献は2つあると考える。第1、初めてIPOの発行許可を例として、体系的に証券市場の異なる状況が監督管理の選択性執行との関係を考察し、選択性執行の研究文献を豊富にした。第2、証券発行の規制における選択性執行の経済結果を試験的に探り、IPOの発行許可の執行速度は、会社の融資結果に影響することが発見された。

## 二 文献回顧, 理論分析と研究仮説

Becker-Stiglerが最適執行理論を提出して以来、執行に関する文献が豊富になり、これら研究は高度に発達した法治社会を背景とし、主に法廷執行を対象とする (Becker, 1968; Stigler, 1970; Becker & Stigler, 1974)。制度分析の文献は、法廷ないし中央政府が唯一かつ厳格に中立的な執行者であるという仮定に対して、深い疑問を呈した (North, 1990; Ellickson, 1991;

Greif, 1993, 1997, 1999; Barzel, 2002; Basu, 2000; Dixit, 2004; 他)。特に、新比較経済学および不完備法律理論は、法治レベルの低い社会に焦点を当て、証券規制における法廷執行の代替メカニズムを説明した。Shleiferを代表とする新比較経済学は、市場秩序、法廷執行、規制、国家独占のコスト・バランスから、規制の比較優位性を説明した (Glaeser & Shleifer, 2003; Shleifer, 2005; 他)。Pistor & Xu (2003, 2005, 他) の不完備法律理論は直接に証券規制の主動的な執行の有効性を論証した。彼らは体制移行国の経済発展の執行メカニズムに対して比較研究を行い、非常に不完備な法律と厳しい情報問題により、法廷と司法監督管理の執行の効果を大きく低下させ、中国資本市場の早期発展段階において、分散化した行政規制をもって標準的法律メカニズムを代行したため、証券発行における厳重な情報問題を緩和したと考えている。

上述の研究が中国の証券行政規制を論及したことから啓示され、中国の学者が規制における選択性執行の問題を考え始めた。戴治勇・楊曉維 (2006) はBecker-Stiglerの法律直接執行コストの上に、間接執行コストを追加して、選択性執行の分析枠組を提出した。それによって、中国の国有上場会社の規定違反行為に対する規制の選択性執行を分析した (楊曉維・趙娟, 2009)。陳冬華他 (2009) の研究結果によると、CSRCが規定違反の上場会社を処分する場合、その会社が国有財産権の背景有無を配慮するばかりでなく、国有背景の強弱をも配慮して、選択性執行を行う。Jiang et al (2009) は中国企業の非流通株式の改革を例として、情報コストが政府規制の執行効率に対する影響を研究し、情報コストが小さい場合、政府規制の執行が比較的容易であることを発見した。彼らの結論によると、CSRCがIPOの資源を配分する際に、地域の株式改革の積極性を配慮しなかったが、再融資資源を配分するとき、地域の株式改革の積極性を考慮した。

上記の規制の選択性執行に関する研究は、理論面から中国証券行政における規制の段階合理性を明らかにし、規制機構の選択性執行命題も重要な意義があるだけでなく、規制の選択性執行における所有権差別と情報コストの制約などの要因を論及した。しかしながら、証券市場の状況自体が規制の選択性執行に影響したか否か、また如何に影響したかについて、まだ深く研究されていない。重要なことは、証券市場の状況が規制の選択性執行にとって避けられない初期条件であり、市場構造、すなわち所有権差別及び市場情報条件に比べると、証券市場の状況は明らかに総合的な特徴を持っている。さらに、証券市場の状況の変化は、規制の選択性執行の研究のために、時間角度からの観察と分析を提供できる。そのため、我々はCSRCのIPO資格規制に焦点を当てる。

中国政府はIPO市場の参入許可に対して、厳格な規制を行ってきた。許可制度において、より市場化した推薦担保制度を導入したが、IPOは監督管理当局の発行許可が必要とする。監督管理当局からの許可証をもらうことは発行会社の上場の最後の重要関門であり、規制当局にとっては新規株式発行に対する監督管理の重要手段となっている。株式発行の申請が発審委の審査を通過した後、規制当局から発行許可の返事をもらってから初めて株式発行の手続きをスタートできる。そのため、発審委の審査を通過したことと真の発行許可との間に、一定の距離が存在する。

『中国CSRCの株式発行許可の手続き』の規定によれば、「CSRCが申請書類の受理から決定を下すまでの期限は3ヶ月とする」が、発行市場の拡張と同時に流通市場に対する衝撃を緩和するために、規制当局は規定の執行強度を裁量的に決められる。発行許可の速度をコントロールして、特定の市場状況 (特定の時期) において、適切にIPO発行の数量と規模に対して総量規制を行い、新規株式の発行を多めにするか、少な目にするか、完全に停止することが選択できる。例えば、証券市場の環境が比較的低迷する場合、流通市場の弱い傾向が発行市場の発行価格決定に不利になるばかりでなく、発行市場での新株発行は流通市場の資金圧力を増大し、発行市場と流通市場の連動を招く (鄒斌, 2010)。このような時期において、CSRCは発行許可の速度を適切に遅くするかもしれない。

申請企業の所在地域もIPO資格の獲得にとって重要な意義がある。事実上、中国経済移行の成

功はかなりの程度において、経済分野での分権式改革、そして分権式改革に伴う昇進のインセンティブに帰する（周黎安，2004）。地域間の競争を招き、地方政府が自分の管轄地域内にある企業を注目して利用し、資本市場から資源を奪わせることを刺激した（王永欽等，2007）。IPO選考の関係規定はそのための制度保障を提供した。例えば、『初公開発行株式及び上場の管理弁法』（首次公開発行股票並上市管理辦法）の規定によれば、CSRCがIPO資格の審査過程において、発行企業の登録地の省級人民政府の賛否意見を伺うことになっている。陳冬華他（2008）によると、政治地位の高い地域はより多いIPO資源を獲得できる。したがって、地方政府は管轄地域に所在するIPO申請会社を助けて、IPO資格を獲得する動機と能力を持っている。地方政府にとって、当該地域の最高指導者が中国共産党中央政治局委員、あるいはその地域を離れてから政治局委員に昇進した場合、その地域の政治地位が相対的に高くすると考えられる。CSRCは国務院に属する省級（正部級）事業単位であるため、法律執行の時に政治地位が相対的に高い地域からの申請企業に対して、ある程度の政策優遇を与える可能性がある。そのため、本文はCSRCが企業のIPO申請に対して発行許可を出すとき、所在地域の政治地位が相対的に高い企業に優遇を与えると予測する。

CSRCの発行許可の速度が企業融資に対していかなる影響を与えるのであろうか。まずは融資獲得のタイミングであり、もちろん発行許可が早いほど、会社が早期に融資を実現できる。同時に発行価格の決定に対しても影響を与える可能性がある。証券市場が異なる状況において、その影響の方向も異なると推測する。証券市場の繁栄期において、発行許可が早いほど、融資のプロセスが一気に仕上げる勢いとなるため、発行価格の決定に有利である。逆に証券市場の低迷期において、発行承認が早いほど、融資のプロセスが早急に見られるため、発行価格の決定に不利である。発行許可の遅い企業にとって、より大きな旋回の余地があり、発行価格の決定に有利である。したがって、企業に対する影響は発行許可の速度とその後の融資で獲得した資金額を総合的に考慮する必要がある。

上述した理論と制度の背景の分析に基づいて、本文は次のことを予測する。まず、CSRCが発行許可を出す時、下記要因の影響を受ける。(1) 証券市場の状況。CSRCはいつ、既に発審委の審査を通過した会社のIPO申請に発行許可を与えるかは、市場状況を観察しながら、IPOの市場に対する影響を配慮する。証券市場の繁栄期において、市場の過熱状態を避けるために、CSRCはより速い発行許可を選択するが、証券市場の低迷期において、CSRCが市場ムードに悪い影響を避けるために発行許可の速度を遅くする。(2) IPO申請会社の所在地域の政治地位がCSRCの発行許可速度に顕著に影響する可能性がある。

次に、CSRCの発行許可の選択性執行はIPO企業の融資結果に影響する。証券市場の低迷期において、発行許可が遅いほど、会社の発行価格決定に対して有利である。他方、証券市場の繁栄期において、発行許可が早いほど、会社の発行価格決定に対して有利である。

### 三 データ、サンプルと研究設計

#### (一) サンプルの選択とデータ・ソース

本研究のサンプル期間は2006年から2008年までとし、この時期に277社のIPO申請が発審委の審査を通過した。その中からまず14の金融会社を除外した。また、3社が発審委の審査を通過したが、今になっても未だ上場していないので、この3社をも除いた結果、260社の発行許可が本研究のサンプルを構成する。表1はサンプルの除外過程及びサンプルの分布状況を示している。

表1 サンプルの選択と分布

年 度	2006	2007	2008	2006-08合計
発審委を通過した IPO申請会社数	63	117	97	277
除去：金融業	3	9	2	14
特例	0	0	3	3
発行許可待ちのサンプル数	60	108	92	260

本研究のデータは主に中国株式市場研究データベース（CSMAR）により得ている。また、発審委の審査と発行許可時間のデータはCSRCのウェブサイト（www.csrc.gov.cn）による。推薦保証人のデータは中国証券業協会のウェブサイト（www.sac.net.cn）による。会計事務所のデータは中国公認会計士協会のウェブサイト（www.cicpa.org.cn）による。申請会社の所在管轄地域の政治地位に関するデータは新華ネット（news.xinhuanet.com）による。これらデータは全て、人工収集と整理により得られている。

## （二）研究モデルと変数の定義

前述の分析に基づいて、以下の重回帰モデルを構築して、CSRCの発行許可における選択性執行についてサンプル検定を行う。

$$\text{Time} = a_0 + a_1 \text{Mc} + a_2 \text{Pol} + a_3 \text{Mc} * \text{Pol} + a_4 \text{Size} + a_5 \text{Trader} + a_6 \text{Auditor} + \sum_{i=1}^{20} \beta_i \text{Indi} + \varepsilon$$

モデルの中で、被説明変数Timeは、CSRCの発行許可時点と発審委の審査通過時点の間の日数である。解釈変数は以下の通りである。

（1）証券市場の状況（Mc）。本研究サンプルは2006－2008年の3つの年度に関わる。証券市場の状況がCSRCの発行許可における選択性執行に与える影響を考察するために、2008年の証券市場が低迷期に入ったため、ダミー変数を1とするが、2006年と2007年の証券市場が繁栄状態にあったため、それらを一括にして、ダミー変数を0とする。

（2）政治地位（Pol）。申請年度と前年度に中央政治局委員の地位を持つ地域のデータに基づいて、当該地区に申請した本年度と前年度に、中央政治局委員がいれば1とするが、そうでない場合0とする。

（3）Mc\*Polは市場状況（Mc）と所在管轄区政治地位（Pol）の交互項である。

仮説によると、予測モデルにおける $a_1$ は有意であるべき、即ち、市場状況が発行許可に対して影響があり、 $a_3$ も有意であるべき、即ち、所在地域の政治地位が発行許可のタイミングに対して影響がある。

モデル設計において、制御変数を選択するに当たって、主に次のことを考慮した。

（1）会社の規模（Size）。CSMARデータベースにある株式募集前の三年間資産総額の平均値（自然対数をとる）を採用する。会社規模が大きいほど、流通市場に対する衝撃が大きくなり、CSRCが発行許可を出す時により慎重になるであろう。

（2）推薦保証人の名声（Trader）。中国証券業協会が公布した前年度の引受企業数のランキングに従って、トップ20位は1とし、それ以外は0とする。

（3）会計監査人の名声（Auditor）。中国公認会計士協会が公布した前年度の全国ランキングを使って監査法人の名声を評価するが、トップ10位の場合1とし、それ以外は0とする。

（4）業界（Ind）。本研究はCSRCの業界区分標準を採用して、製造業を2級コードに細分し、

計23の業界がある。サンプルが金融業と総合類がないため、不動産産業を基準とし、20個のダミー変数を設ける。具体的な変数の定義は表2の通りである。

表2 変数の定義

変数の名称	変数の記号	変数の定義
許可時間差	Time	CSRCが許可時点と発審委の審査通過時点の間の日数。
証券市場の状況	Mc	発審委の審査通過年が2008年の場合1とし、そうでない場合0とする。
所在地域の政治地位	pol	本年度と前年度に申請地域の指導者が中央政治局委員である場合は1とし、そうでない場合は0とする。
会社の規模	Size	会社IPO申請前の三年間総資産（自然対数）の平均値
推薦保証人の名声	Trader	会社依頼した推薦担保人が前年度の全国ランキングでトップ20位の場合は1とし、そうでない場合0とする。
会計監査人の名声	Auditor	会社依頼の監査法人が前年度の全国ランキングでトップ10位の場合は1とし、そうでない場合は0とする。
業界変数	Ind	ダミー変数、CSRCの業界区分標準を採用して、製造業を23個の業界に分け、サンプルには金融業と総合類がな、不動産産業を基準として、20ダミー変数を設ける。

#### 四 IPOの発行許可における選択性執行有無の検定

CSRCはIPOの発行許可において、上述した理論予測のとおり、選択性執行を行ったかについて、下記の検定を行う。

##### （一）記述性統計

表3は証券市場が異なる状況において、CSRCの発行許可を待つ時間の二組サンプルのT検定結果である。表3によると、証券市場の状況が違うときに、CSRCの発行許可時間に大きな差異が見られる。

表3 異なる証券市場の状況下におけるCSRCの発行許可時間の比較

変数	証券市場が繁栄				証券市場が低迷				T値
	サンプル数	平均値	最大値	最小値	サンプル数	平均値	最大値	最小値	
Time	168	27.506	322	1	92	155.12	711	6	-9.20***

注：\*，\*\*，\*\*\*はそれぞれ、10%、5%と1%レベルで有意であることを表す。以下同様。

証券市場は繁栄期にある場合、発行許可の速度は証券市場の低迷期よりはるかに早く、両者の平均値はそれぞれ27日と155日である。155日は明らかに『CSRC株式発行承認の手続き』にある「CSRCが申請書類を受付けてから決定するまでの期限は3ヶ月とする」の規定をオーバーしたため、この初歩的証拠から、CSRCが発行許可に選択性執行を行った可能性があることを表明している。

表4は証券市場が異なる状況下における所在地域の政治地位の違いによるCSRC発行許可待ちの時間について二組サンプルのT検定結果を表している。

表4 証券市場の状況と所在地域の政治地位によるCSRC発行許可の待ち時間比較

	所在地域の政治地位が高い				所在地域の政治地位が低い				T値
	サンプル数	平均値	最大値	最小値	サンプル数	平均値	最大値	最小値	
市場低迷	30	208	711	6	62	129.5	644	10	-2.05**
市場繁栄	69	27.1	197	1	99	27.8	322	2	0.13

表4によると、証券市場が繁栄期にある場合、発行許可の速度は申請企業の所在地域の政治地位による差異は有意でなく、平均値は両方ともに約27日しかかからない。これは、CSRCが比較的厳格に発行許可の时限規定を執行したことを意味すると同時に、時間が短い（1ヶ月未満）ため、地方政府は影響力を行使する必要がないことを表している。

しかし証券市場が低迷期に入った場合、発行許可の速度は所在地域の政治地位によって大きく異なり、両方の間に有意な差が出て、平均値はそれぞれ208日と129日となっている。CSRCが発行許可を出すにあたって、証券市場の状況を考慮するばかりでなく、申請会社の所在地域の政治地位をも配慮し、選択性執行を行って、所在地域の政治地位が高い会社の発行許可が比較的に遅い。

これは、政治地位の高い地域からの要望である可能性がある。なぜなら、融資のタイミングに影響を受けるが、証券市場の低迷期に進んで発行許可の遅延を要求したことで、その政治家が国のことを心配している格好に映されるばかりでなく、遅く発行する結果、より有利な発行価格を得る可能性がある。

## （二）関係性分析

表5がモデルの主要変数間の相関係数のマトリックスであり、証券市場の状況とCSRCの発行許可時間との間に有意な正の相関関係を表し、また、証券市場の状況と所在地域の政治地位の交互項との間にも有意な正の相関関係があり、表3と表4の結果が一致している。

表5 研究変数のPearson相関係数のマトリックス

変数名	Time	Mc	Pol	Mc*Pol	Size	Trader
Mc	0.497***					
Pol	0.059	-0.083				
Mc*Pol	0.398***	0.488***	0.461***			
Size	0.072	0.031	0.162***	0.164***		
Trader	-0.055	-0.032	0.038	-0.039	0.199***	
Auditor	-0.023	-0.015	0.074	0.096	0.369***	0.034

### (三) 重回帰分析の結果

表6はモデルの回帰結果である。(A)列から分かるように、Mcの係数が1%レベルで有意にプラスである。つまりのIPO発行許可において、規制当局が証券市場の状況に従って選択性執行を行っていた。即ち、証券市場が低迷期において、CSRCがIPO発行許可速度を落とし、これは仮説の予期と一致する。

また、(B)列をみて分かるように、Mcの係数は有意にプラスを保ち、同時にMc\*Polの係数が5%レベルで有意にプラスである。これは申請会社の所在地域の政治地位がCSRCの発行許可に対して、有意な影響を及ぼし、即ち、証券市場が低迷している時期に、会社の所在地域の政治地位が高ければ、IPOの発行許可が比較的遅くなり、これも仮説の予期と一致している。

表6 IPO発行許可における選択性執行の回帰結果

変数の記号	(A)		(B)	
	系数	Z値	系数	Z値
_cons	-172.494	-1.22	-119.868	-0.85
Mc	124.602	8.52***	100.597	5.64***
Pol			-0.432	-0.02
Mc*Pol			77.092	2.53**
Size	13.279	2.08**	10.104	1.59
Trader	-16.890	-1.10	-12.416	-0.82
Auditor	-11.254	-0.70	-14.093	-0.88
業界	制御		制御	
N	260		260	
R2	0.2531		0.2769	

### (四) 安定性分析

中央国有企業の特異性を考慮して、表7は中央国有企業サンプルを除外した検定結果を示している。結果は表6のと一致し、McとMc\*Polの係数は有意にプラスであり、且つ有意性レベルにも変化がないため、証券市場の状況と会社の所在地域の政治地位がCSRCの発行許可に対して、有意な影響があるという結論が安定していることを表す。

表7 IPO発行許可における選択性執行の回帰結果の安定性検定

変数の符号	(A)		(B)	
	系数	Z値	系数	Z値
_cons	-509.027	-2.69***	-495.866	-2.64***
Mc	126.691	7.93***	104.997	5.47***
Pol			9.659	0.47
Mc*Pol			71.748	2.10**
Size	28.378	3.19***	27.162	3.08***
Trader	-26.046	-1.59	-20.340	-1.26
Auditor	-6.701	-0.36	-9.141	-0.50
業界	制御		制御	
N	221		221	
R2	0.2821		0.3095	



## 五 更なる分析と研究の結論

### (一) 更なる分析：発行許可の選択性執行が会社の IPO 価格決定への影響

以上の研究により、監督管理当局は発行許可において、証券市場の状況を配慮して、選択性執行を行うことが確認された。それでは、選択性執行はどのような経済結果をもたらすのか。ここでは会社の発行価格決定に対する影響について初歩的な分析を行う。

我々は異なる証券市場の状況下で、IPO発行許可速度と発行PERの間の関係を考察した。その結果が表8に示されている。表8により、証券市場の繁栄期において、IPOの発行許可速度とPERの間に有意にマイナス相関が見られるに対し、証券市場の低迷期において、IPOの発行許可速度と発行PERの間に有意にプラスの相関が見られている。

表8 異なる証券市場の状況下に発行許可速度と発行PERとの相関性

	市場繁栄期	市場低迷期
IPO発行許可速度と発行PERの相関性	-0.148*	0.318***

この結果から、証券市場の繁栄期において、会社の発行許可が早いほど、融資に有利であるが、証券市場の低迷期において、会社の発行許可が遅いほど、融資に有利である。これも研究仮説の予想と一致している。

### (二) 研究結論

選択性執行は執行主体である政府が、執行にあたって直面している異なる情勢変化に従って、執行の行為を調整し、余剰法律執行権を使って成文法の硬直性を避け、機敏で柔軟性のある法律執行方式を獲得し、政治・経済及び社会目標を実現することである（戴治勇・楊曉維，2006）。

本文はCSRCの発行許可における選択性執行について行った研究を通じて、CSRCが発行許可を執行する場合、その時の証券市場の状況を考慮することが確認できた。証券市場の低迷期において、CSRCは発行許可の速度を遅くし、同時に申請企業の所在地域の政治地位が高ければ、証券市場の低迷期に発行許可の速度が遅くなる。更なる研究により、証券市場が低迷期に入った場合、発行許可が遅いほど会社の発行PERが高くなるが、証券市場が繁栄期に入った場合、発行許可が早いほど、会社のIPO発行PERが高くなることが発見された。本文は経済移行過程における政府規制の選択性執行の状況と結果について、新しい視点と経験証拠を提供している。

# 注釈：

中国证券监督管理委员会（CSRC）が發布した『初回公開発行株式（A株、B株）の許可』《首次公开发行股票（A股、B股）核准》において《CSRC株式発行承認手続き》は、株式発行許可の流れと申請書類の受理、初審と発審委の審査に対して、明確な時限規定がある。一、申請書類受理段階では、CSRCが申請書類を受け取ってから5つの仕事日内に受理するか否かの決定を行う。二、初審段階では、CSRCが申請書類を受理した後、発行企業の申請書類の形式準拠性に対して審査を行い、30日以内に初審意見を発行企業および主要引受企業に書面通知する。三、発行審査委員会の審査段階では、CSRCは初審意見に従って補充して揃った申請書類に対してさらに審査し、申請書類を受理してから60日以内に初審報告と申請書類を発行審査委員会に提出して、審査を行なわせる。詳細は[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306202/200804/t20080430\\_23222.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306202/200804/t20080430_23222.htm)を見てください。

## 参考文献

- [1] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Legal Determinants of External Finance[J]. Journal of Finance. 1997, 52 (2), 1131-1150.
- [2] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy .1998 106 (6), 1113-1155.
- [3] Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. Law and Firms' Access to Finance[J]. American Law and Economics Review ,2005, 7 (1), 211-252.
- [4] Pistor, K., Raiser, M., Gelfer, S. Law and Finance in Transition Economies[J]. Economics of Transition, 2000, 8 (2), 325-368.
- [5] Pistor, K., Xu, C. Incomplete Law[J]. Journal of International Law and Politics, 2003, 35 (4), 931-1013.
- [6] Pistor, K., Xu, C. Governing Emerging Stock Markets: Legal vs Administrative Governance[J]. Corporate Governance, 2005, 13 (1), 5-10.
- [7] 戴治勇・杨晓维, 间接执法成本, 间接损害与选择性执法[J]. 经济研究. 2006(9): 94-102.
- [8] 杨晓维・赵娟. 国有上市公司违规行为监管的执法选择性分析[J]. 制度经济研究. 2009(1): 26-44.
- [9] 陈冬华・蒋德权・王芳萍, 选择性执法与证券违规[J]. 第二届中国会计与财务国际论坛论文集, 南京大学, 2009: 603-630.
- [10] Jiang, D., Liang, S., Chen, D., Government Regulation, Enforcement and Economic Consequences in Transition Economy: Empirical Evidences from Chinese Listed Companies Conducting Split Share Structure Reform[J]. China Journal of Accounting Research, 2009, 2 (1), 71-99.
- [11] Becker, G. S. Crime and Punishment: An Economic Approach[J]. Journal of Political Economy, 1968, 76: 169-217.
- [12] Stigler, G. J. The Optimal Enforcement of Laws[J]. Journal of Political Economy, 1970, 78(56): 583-606.
- [13] Becker, G. and Stigler, J. Law enforcement, Malfeasance and the compensation of the enforcers[J]. Journal of the studies, 1974, vol. 3, pp. 1-19.

- [14] North, D. C. Institutions, Institutional Change, and Economic Performance[J]. Cambridge University Press, Cambridge, 1990.
- [15] Ellickson, R. Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes[J]. Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1991.
- [16] Greif, A. Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition[J]. Amer. Econ. Rev., 1993, 83(3): 525-548, June.
- [17] Greif, A. On the Interrelations and Economic Implications of Economic, Social, Political and Normative Factors: Reflections From Two Late Medieval Societies[J]. in Drobak and Nye, the Frontiers of the new Institutional Economics. San Diego: Academic Press, 1997.
- [18] Greif, A., Genoa and The Maghribi Traders. Historical and Comparative Institutional Analysis[J]. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.
- [19] Barzel, Yoram. Standards and the Form of Agreement: 2002 Presidential Address Western Economic Association [J]. Journal of Economic Inquiry, 2004, 42, 1: 1-13.
- [20] Basu, K. The Role of Norms and Law in Economics [J]. Prelude to Political Economy: A Study of Social and Political Foundations of Economics. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- [21] Dixit, A. Lawlessness and Economics: Alternative Modes of Governance[J]. Princeton University Press, 2004.
- [22] Glaeser, Edward and Andrei Shleifer. The Rise of the Regulatory State[J]. Journal of Economic Literature, 2003, XLI: 401-425.
- [23] Shleifer, A. Understanding Regulation[J]. European Financial Management, 2005, 11(4): 439-451.
- [24] 邹斌, 政府窗口指导, 询价制与IPO抑价研究. 华中科技大学博士学位论文[D]. 武汉: 华中科技大学, 2010: 59-60.
- [25] 周黎安, 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因. 经济研究[J]. 2004(6): 33-40.
- [26] 王永钦·张宴·章元·陈钊·陆铭, 中国的大国发展道路——论分权式改革的得失. 经济研究[J]. 2007(1): 4-16.
- [27] 陈冬华·章铁生·李翔, 法律环境, 政府管制与隐性契约. 经济研究[J]. 2008(3): 60-72.

# Securities Market Conditions and the Selective Enforcement of Regulation ——Evidence from IPO Regulation

XU Dexin ZHANG Tiesheng  
(Anhui University of Technology)

**Abstract:** In the case of the stock market's legal system relatively complete, the enforcement of securities law become the focus issues. The reality enforcement of securities law is that according to the specific cases, the regulators select different enforcement strength at different times. This behavior is called selective enforcement. Taking the applied IPO which are passed the issuance examination committee's audit and are waiting for the CSRC's approval during 2006 to 2008 as our samples, we do empirical research on the selective enforcement of regulatory. Studies have found that when CSRC enforce the IPO approval, it will consider the situation of securities market. When the situation of securities market is sluggish, CSRC will slow down the speed of approval. Studies also have found that when samples belong to areas which have a higher political status, they will get slower speed when the situation of securities market is sluggish. Further research finds that when the situation of securities market is sluggish, the samples which get slower speed of approval have a higher IPO's P/E; and vice versa. These provide a useful viewpoint for understanding the situation and consequences of the selective enforcement of regulation in transition economies.

**Key words:** selective enforcement; approval system; the situation of securities market; political status of areas